



Munich Personal RePEc Archive

Generalities on Private Equity and Venture Capital Funds: a current review of the industry and its environment in Mexico

Santillán-Salgado, Roberto J. and Hernández-Perales, Norma
A.

EGADE Business School, Monterrey Campus, EGADE
Business School, Monterrey Campus

01. January 2011

Online at <http://mpra.ub.uni-muenchen.de/27815/>
MPRA Paper No. 27815, posted 02. January 2011 / 04:31

Generalidades sobre los Fondos de Capital Privado y de Capital Emprendedor: una visión actualizada de la industria y de su entorno en México

Dr. Roberto J. Santillán-Salgado, EGADE Business School, Monterrey

Dra. Norma A. Hernández-Perales, EGADE Business School, Monterrey

1 enero, 2011

Resumen

El Capital Emprendedor, CE, (Venture Capital) comenzó a ser la principal fuente de financiamiento de algunas de las empresas más innovadoras durante su etapa de despegue, desde comienzos de los años 1950s; en tanto que el Capital Privado, CP, (Private Equity) surgió como una fuente de financiamiento frecuentemente (aunque no exclusivamente) asociado a las adquisiciones hostiles de empresas, al menos desde los años 1980s. Ambos mecanismos echaron raíces profundas en su país de origen, los Estados Unidos pero, gradualmente, otros países desarrollados han adoptado ese modelo. Sin embargo, es solamente durante los últimos 15 años que han experimentado un auge importante en los países emergentes.

En el caso particular de México, los fondos de Capital Privado y Capital Emprendedor han mostrado una robustez excepcional, y se augura que continuarán con un crecimiento importante en años venideros, aún cuando todavía representan una proporción muy pequeña de la inversión neta anual del país y, en comparación con naciones de desarrollo económico semejante en Latinoamérica, se encuentran en una etapa embrionaria. La vocación de este tipo de fondos para financiar empresas innovadoras con alto potencial de crecimiento, así como también compras estratégicas, ha generado expectativas muy positivas en términos del desarrollo del mercado financiero del país. Sin embargo, aún es necesario profundizar mucho en los aspectos legales e institucionales que han demostrado contribuir a su éxito en otras latitudes antes de poder considerar a esta fuente de financiamiento como un nuevo motor del desarrollo económico del país.

En primer término, este estudio aborda las diferencias entre Capital Emprendedor y Capital Privado; en seguida, se describe el tipo de empresas que reciben sus inversiones, las características de los emprendedores que optan por este tipo de financiamiento, y los esquemas formales mediante los cuales se llevan a cabo las inversiones. Finalmente, analiza los principales cambios realizados al marco regulatorio e institucional de la industria de CP/CE en México en años recientes.

Keywords/Palabras clave: Capital Emprendedor, Capital Privado, Fondos de Inversión en México

Nota: Los autores agradecen el valioso apoyo de investigación aportado por Mario Vázquez Maguirre.

Introducción

El Capital Emprendedor (CE)¹ surgió como alternativa de financiamiento para empresas de reciente creación en los últimos sesenta años. Un número importante de las empresas tecnológicas que hoy son íconos de modernidad recibieron en sus inicios inversiones de fondos de CE. Algunos de los casos más destacados incluyen a Microsoft, Apple, Intel, 3Com, Fairchild Semiconductors, Scientific Data Systems, Sun Microsystems, Netscape, Yahoo, y Digital Equipment Corporation, sin duda un ejemplo muy pequeño, pero prueba fehaciente del éxito de éste modelo de financiamiento (Cheesman, 2002; Timmons, 1999; Rock, 1987, Góngora-Caamal y Diaz de León, 2003).

Para los fondos de CE, el criterio más importante para invertir en una empresa es que la iniciativa empresarial o plan de negocio pueda considerarse innovador y muestre un buen potencial de crecimiento, alcanzable en un plazo relativamente corto. Tales características deberían redundar en rendimientos superiores a la media del mercado, aunque las empresas innovadoras frecuentemente presentan también un mayor riesgo que el promedio de otras alternativas de inversión, incluido el mercado accionario.

El término “Capital Privado” (CP) fue acuñado en los Estados Unidos² para referirse a las aportaciones de capital realizadas por un fondo de inversiones en empresas que no cotizan en la bolsa de valores o bien que, gracias a la infusión de capital recibida, dejan de ser públicas con el propósito de incrementar su valor en el mediano/largo plazo. A lo largo de los años, este esquema de financiamiento ha representado una alternativa favorable para numerosas empresas, ya que les ha permitido disfrutar de mayor flexibilidad administrativa y, al mismo tiempo, continuar con sus planes de crecimiento, pues frecuentemente la expansión del negocio o la generación de negocios paralelos se encontraba condicionada por deficiencias en la estructura de capital antes de recibir recursos de CP³. Esta categoría de inversión es percibida por el mercado como menos riesgosa que la anterior ya que se dirige principalmente hacia empresas ya establecidas, en la mayoría de los casos bien consolidadas, con amplio historial de resultados operativos y financieros, y tiene la intención de representar un último impulso a la empresa antes de su primera colocación de acciones en el mercado bursátil (al menos en aquellos mercados donde la liquidez y profundidad del mercado ofrece condiciones propicias para lograrlo).

Algunas Generalidades sobre el Capital Privado y el Capital Emprendedor

Los inversionistas en fondos de CP/CE buscan obtener un rendimiento atractivo y, para lograrlo, toman posiciones accionarias en empresas que reúnen características especiales, a modo de integrar un portafolios diversificado. Una vez invertidos los recursos, participan activamente como miembros del Consejo de Administración en las decisiones estratégicas de cada uno de los negocios en los cuales invierten. Su ingerencia administrativa se manifiesta en temas tales como, por ejemplo, la planeación estratégica, operativa y financiera de la empresa, la asignación y dosificación de los recursos invertidos en ella, etc. Abundante evidencia empírica sugiere que la participación activa de los fondos CP/CE contribuye de manera notable a mejorar el desempeño de las empresas receptoras (Lerner, 2010).

Al adquirir la mayoría de las acciones en una empresa y tomar el control administrativo, los fondos de CP/CE usualmente mantienen a los miembros de la administración anterior en sus puestos aunque, en ocasiones, pueden llegar a hacer cambios importantes, sobre todo entre los cuadros superiores, cuando lo consideran necesario para garantizar el rendimiento de su inversión.

La etapa final en el ciclo del CP/CE es la “salida” o recuperación de la inversión original más los beneficios generados, acontecimiento observado en un rango de entre 2 y 10 años después de realizada la aportación, pero normalmente alrededor de los 5 años.

Los mecanismos de desinversión más frecuentemente observados entre los fondos de CP/CE son:

- Venta Directa a otra empresa como, por ejemplo, un competidor, proveedor o cliente para quien la empresa apoyada representa una ventaja estratégica;
- Venta Directa a otro Fondo de CP/CE;
- Oferta de acciones en el mercado de valores, mediante una oferta pública;
- Reventa de las acciones en manos del fondo de CP/CE a los demás accionistas de la empresa.

De entre las alternativas anteriores, el caso más frecuente es la venta a otros fondos o a empresas relacionadas, aunque el proceso suele ser más largo y complicado por posibles conflictos de interés y de tipo legal. Existe consenso en torno a la idea de que estos métodos permiten darle el mayor valor posible a la empresa objeto de la inversión ya que, dada la afinidad de actividades, usualmente

permiten aprovechar sinergias, al mismo tiempo que existe un mayor conocimiento y hay una mejor comprensión del negocio.

Las ofertas públicas iniciales de acciones son muy utilizadas en los mercados más desarrollados, como el de los Estados Unidos, pero durante los años de la crisis financiera de 2007-2009, la baja de precios accionarios y la menor liquidez han dificultado la salida de nuevas empresas a la bolsa. No obstante, es importante destacar que se trata de un mecanismo que permite mayor transparencia en el proceso de salida, que está muy estandarizado y su tiempo de ejecución es típicamente más corto al de una venta a otro Fondo de CP/CE o Empresa relacionada. Por todas las razones anteriores, es preferido por todas las partes relacionadas.

La reventa a los accionistas originales es normalmente la opción menos frecuente y, en aquellos casos que ocurre por lo general se deja estipulada en el contrato inicial, donde también se establece un precio predeterminado para las acciones y se establece un plazo para la inversión.

A diferencia del crédito bancario, el mercado de CP/CE permite a empresas que de no existir tendrían pocas oportunidades de acceder al capital necesario para apoyar su crecimiento por su falta de historial o poca visibilidad en el mercado. Entre otras ventajas implícitas en el esquema de los Fondos, es de destacar la obtención de recursos sin un costo explícito, en contraste con el crédito bancario, el cual, adicionalmente al interés pactado, queda condicionado por los contratos que establecen condiciones y parámetros a observar (“covenants”) los cuales restan flexibilidad al emprendedor.

También es importante mencionar que, en tanto que un préstamo bancario puede tener cláusulas de cancelación en el supuesto de que la empresa incumpla ciertos requisitos contractuales, tratándose de recursos provenientes de Fondos de CP/CE los nuevos accionistas asumen el mismo riesgo y adquieren los mismos derechos que los accionistas originales, por lo que es de esperar un involucramiento decidido y proactivo en todas aquellas áreas en las cuales cuentan con experiencia. También, es lógico suponer que utilizarán todas sus relaciones de negocios para facilitar el desarrollo de las empresas en las cuales han invertido.

Características de las empresas financiadas con Fondos de CP/CE

La percepción de que los Fondos prefieren invertir en empresas que cuentan con buenos administradores, una estrategia consolidada y un posicionamiento de mercado favorable es correcta aunque, en realidad, al evaluar sus opciones, los fondos asignan un peso específico mayor a factores tales como si las empresas participan en industrias con alto crecimiento potencial, en las cuales hay

aún espacios para nuevos competidores. No obstante, las características de la empresa y, de manera muy importante, de sus administradores, juegan un papel decisivo en la elección de los fondos. Entre las características que buscan los fondos en los empresarios que apoyan se distinguen las siguientes:

- Tienen conocimientos suficientes y están calificados en el área de operación de la empresa objeto de interés.
- Son capaces de lograr las especificaciones técnicas y de calidad que les permitan cumplir con la normatividad vigente para sus productos.
- Comunican una historia convincente y tienen buena presencia, lo que permite presentarlos ante inversionistas externos, potencialmente interesados en el negocio.
- Entienden la importancia de mantener un nivel adecuado de liquidez en la operación de la empresa.
- Tienen buena reputación y demuestran capacidad profesional y habilidades gerenciales.
- Entienden la importancia del trabajo en equipo y multidisciplinario.
- Trabajan hacia objetivos específicos pero mantienen la flexibilidad para responder a oportunidades y amenazas que surgen en el medio ambiente.
- Logran empatía con los inversionistas.
- Entienden claramente el concepto de “costo de financiamiento” y la importancia de las condiciones de la negociación con los inversionistas.
- Tiene expectativas realistas sobre el resultado de su actividad.

Las empresas financiadas por los Fondos obtienen el capital necesario para realizar sus planes de crecimiento, incorporan a un socio importante que no les retirará su apoyo si las cosas no salen bien desde un inicio, y se benefician con su amplia experiencia para elaborar planes de negocio y ejecutar la estrategia. Los contactos del nuevo socio representan eventualmente una oportunidad valiosa para obtener financiamiento adicional después de la primera aportación.

Cuando formalizan su relación financiera con algún Fondo, las empresas encuentran un aliciente para realizar mejoras en los mecanismos de gobierno corporativo y toma de decisiones operativas, lo cual también contribuye a su institucionalización y permanencia en el tiempo. Al aumentar su formalidad y adquirir una imagen de seriedad, se amplía su red de contactos y se le allana el camino para expandir su mercado.

Por las razones anteriores, para un empresario con requerimientos de financiamiento externo, los Fondos de CP/CE son una excelente opción. Adicionalmente a los recursos financieros que necesita la empresa, el empresario se beneficia con la amplia experiencia y una enorme red de contactos del Fondo. El mayor riesgo enfrentado por el empresario es la pérdida definitiva del control de la participación accionaria cedida al Fondo; no obstante, la evidencia reportada en distintos estudios sugiere que al final resulta beneficiado al incrementarse el valor de la empresa de una manera significativa (Bottazzi, Hellmann y da Rin, 2008).

Perfil del inversionista en Fondos de CP/CE

Aunque es difícil describir un estereotipo de quiénes invierten en nuevas empresas (o que se encuentran en una fase inicial de desarrollo) a través de los Fondos de CP/PE, el perfil de más frecuentemente observado corresponde a personas que trabajan en instituciones financieras y han tenido alguna experiencia de negocios por su cuenta. Es característico que el papel de dichos inversionistas no se limita a simplemente proveer el recurso financiero.

Los analistas de la industria distinguen entre las inversiones “hands-on” y “hands-off”, y destacan la importancia del activismo del inversionista. Bottazzi et al. (2008), por ejemplo, escriben que “...El grado de activismo de un inversionista de capital privado y/o de riesgo varía de acuerdo a la naturaleza y estructura de las inversiones hechas... el inversionista asegura que su involucramiento sea adecuado, de acuerdo a las circunstancias...”

En particular, los inversionistas a través de Fondos desempeñan un rol muy importante en la elaboración de la estrategia y facilitan enormemente el acceso a una vasta red de contactos de negocios gracias a los cuales el nuevo empresario logra progresar más ágilmente en su mercado. Aunque esas actividades no aparecen estipuladas en los contratos, efectivamente tienen importantes consecuencias prácticas (Bottazzi, Hellmann y da Rin, 2008).

Cómo se relacionan emprendedores e inversionistas

Durante las primeras etapas en la evolución de sus empresas los emprendedores buscan recursos externos para impulsar el crecimiento, lo que puede ser particularmente difícil en aquellos casos cuya propuesta de valor es “intangible” (e.g., empresas de servicios). Para aquellos emprendedores que aún no cuentan con una reputación establecida, la dificultad de convencer a los proveedores de recursos externos es aún mayor (Hsu 2004).

La mayoría de los estudios sobre el tema de cómo se relacionan inversionistas y emprendedores pueden clasificarse como parte de alguna de las dos principales líneas de trabajo en la materia. La primera se ha centrado en el diseño de estructuras institucionales para proporcionar financiamiento a las empresas desde sus primeras etapas, y busca prevenir los “problemas de agencia” aún antes de iniciada la operación de la empresa (Lerner, 1995; Hellmann y Puri, 2000; Kaplan, Martel y Strömberg, 2003). La segunda línea sugiere que cuando una empresa “recién creada” (start-up) no cuenta todavía con un historial para realizar una evaluación de su desempeño, los inversionistas deben confiar en la información sobre la calidad profesional y la experiencia de sus administradores como un indicador sustituto (Stuart, Hoang, y Hybels, 1999).

Mientras que la primera línea de estudio enfatiza los problemas que enfrentan los fondos de CP/CE para diseñar esquemas y mecanismos apropiados de gobierno corporativo, la segunda enfatiza de manera más directa el problema de cómo evaluar a los emprendedores y, al mismo tiempo, aborda la problemática de cómo capturar los beneficios derivados de asociarse con inversionistas que cuentan con una reputación sólida. Este segundo aspecto destaca el hecho de que la elección de la fuente de capital idónea para cada proyecto no es solamente un trámite administrativo. Por el contrario, se trata de una decisión compleja que debe tomar el emprendedor y en la que influyen, al menos, los siguientes aspectos:

- Reputación y afiliación como “Bienes Económicos”: La reputación del Fondo, basada en la experiencia y desempeño anteriores, es un activo intangible cuando existe asimetría de información entre los participantes. El valor de la reputación puede medirse indirectamente a través de los precios que ofrecen los fondos de Capital de Riesgo y son aceptados por los emprendedores. Además, el precio que los Fondos pagan para adquirir capital en la empresas es importante para ambos, inversionistas y emprendedores. No hay que perder de vista que para éstos últimos la valuación recibida en una ronda de financiamiento determina la proporción del capital que será vendida, y puede tener implicaciones desde el punto de vista del control operativo (Hsu, 2004).
- El valor de una “buena reputación”: Algunos autores han descrito las aportaciones de CP/CE como semejantes a un servicio tipo “commodity” (mercancía sin una diferenciación evidente), aunque los fondos se distinguen unos de otros por la calidad de sus servicios y la reputación con la que se asocia a las compañías en las que invierten. En el caso de los Fondos más conocidos, aún cuando las empresas financiadas necesitan ceder una mayor proporción de su capital a cambio de una misma infusión de capital, la participación que conservan de los emprendedores termina por

ser más valiosa debido a que se los servicios recibidos crean mayor valor, e.g., referencias de negocios, mentoreo, asistencia financiera, reclutamiento de ejecutivos, canales de comercialización, etc., todos ellos aspectos que pueden ser particularmente importantes en las etapas iniciales de la vida de las empresas apoyadas. Los emprendedores reconocen que existe valor al asociarse con los fondos más experimentados, los cuáles por regla general cuentan con redes de contactos más extensas. En este sentido, el emprendedor debe tener en cuenta el “valor de certificación” expresión asociada con la reputación del Fondo, pero con un trasfondo muy relevante para las empresas apoyadas (MacMillan, Kulow, y Khoylian, 1989). Tales consideraciones han llevado a algunos autores a afirmar que: “Es más importante de quién es el dinero recibido (desde la perspectiva del emprendedor) que la cantidad que se obtiene o se paga por él.” (Hellmann y Puri, 2000; Hsu, 2004; Lerner, 2010).

Los Fondos de CP/CE, en su rol de “brokers” de información, pueden ayudar al desarrollo de las empresas de diferente forma, según sea la etapa en la que se encuentran. En las etapas iniciales, los fondos pueden ayudar a reclutar ejecutivos (Gorman y Sahlman, 1989; Hellmann y Puri, 2000). En etapas posteriores, los fondos pueden ayudar a obtener recursos financieros adicionales para mantener la liquidez en niveles apropiados e, incluso, facilitar la intervención de banqueros de inversión (Barry et al., 1990; Megginson y Weiss, 1991).

Especialización de los Fondos

En la medida que un Fondo adquiere mayor experiencia e incrementa la concentración de sus inversiones en determinada industria o mercado, aumenta su capacidad para ayudar a las empresas que forman parte de su portafolio. De acuerdo con Gompers (1996) la reputación que se le reconoce a un fondo de Capital de Riesgo es una medición indirecta de su experiencia, y el logro de cada nuevo objetivo contribuye a aumentarla pues amplía su red de contactos y, junto con una red más amplia logra acceder a información más abundante y detallada respecto a las condiciones prevalecientes en la industria o mercado en el cual se ha especializado. A medida que adquiere mayor experiencia en la estructuración de contratos y cuenta con información más completa gracias a monitorear permanentemente lo que sucede en su industria, se consolida como un fondo especializado (Sorenson y Stuart, 2001).

Rendimiento de los Fondos de CP/CE

La industria de Fondos de CE/CP en los Estados Unidos se ha desarrollado de manera sorprendente gracias a la gran cantidad de recursos que los inversionistas colocan en los Fondos administradores. Algunos datos revelan que los inversionistas destinaron menos de 10 mil millones de dólares a los Fondos de CP/CE en 1991, mientras que para el año 2000 fueron más de 180 mil millones (Phalippou y Gottschalg, 2006).

La evidencia sugiere que el rendimiento de las inversiones en un Fondo de CP/CE depende de la etapa del ciclo de vida de las empresas a las cuales se destinan sus inversiones, y que es proporcional al monto que se está dispuesto a invertir. Hsu (2004), por ejemplo, documentó que los fondos más rentables participan en empresas de más reciente creación (start-ups) y que su rendimiento es proporcional a la calidad de la asesoría, así como a la intensidad de la participación de los inversionistas en las actividades de administración.

Kaplan y Schoar (2005) compararon el rendimiento de invertir en Fondos de CP con la alternativa de invertir en instrumentos financieros cotizados en la bolsa de valores, utilizando para ello el índice S&P 500. Los resultados que reportaron sugieren que si un Fondo de CP hubiese invertido 50 millones de dólares en Marzo de 1997, para marzo de 2000 su inversión valdría 100 millones; es decir, una Tasa Interna de Rendimiento (TIR) de 26% anual. Sin embargo, durante el mismo periodo, a los inversionistas privados pudieron haber ganado más si hubieran invertido en el S&P 500: 50 millones de dólares invertidos en ese mercado habrían crecido hasta 103.5 millones, en el mismo periodo. Sin embargo, los resultados son sensibles al periodo de observación pues una inversión de 50 millones de dólares en CP en marzo de 2000, habría valido los mismos \$50 millones en marzo de 2003; es decir, una Tasa Interna de Rendimiento (TIR) de 0%; en cambio, si se hubiera invertido el mismo monto en el índice S&P 500, su valor habría disminuido a \$29.5 millones en el mismo periodo, es decir, una TIR de -17,6% anual.

Gompers y Lerner (1999) reportaron que algunos de los fondos de CE más exitosos en Estados Unidos han alcanzado ganancias anuales de entre 25% y 30% y que los Fondos Especializados en Adquisiciones se comportaron de manera similar. Los mismos autores, analizaron los datos referentes al valor descontado de comisiones de administración para los fondos de CE (descontados con una tasa anual del 10%) y concluyen que esas comisiones fueron equivalentes a entre 16% y 19% del capital invertido.

Thomson Financial (2007) y la National Venture Capital Association (2007), reportaron que los rendimientos promedio anualizados obtenidos en inversiones de CE durante los últimos 10 años fueron del 19% promedio anual, frente a un rendimiento anual de 5.4% para el índice S&P 500 y de 6% para el Índice Nasdaq. Sin embargo, es de hacer notar que los inversionistas de CE que dejaron su inversión 10 años en Fondos de Capital Semilla obtuvieron hasta un 37.1% de rendimiento anual promedio.

En la generalidad de los estudios sobre el tema del rendimiento de los Fondos de CP/CE se reportan rendimientos para las inversiones en Fondos de CP/CE al menos equivalentes, pero la mayoría de las veces superiores, a los obtenidos a partir de inversiones obtenidas por un portafolios diversificado de acciones. Esta ha sido, sin duda, motivo suficiente para atraer la atención de quienes buscan maximizar el retorno de sus inversiones.

Cómo explican los Factores Endógenos y Exógenos el comportamiento de los Fondos

Aigner et al., (2008) propusieron analizar los factores endógenos y exógenos como una explicación complementaria del comportamiento observado en los patrones de inversión y rendimiento de los Fondos de CP/CE. Para ello, definieron a los factores endógenos como aquellos que consisten en información obtenida a partir de bases de datos sobre las características “demográficas” de cada fondo, incluida la región donde se localizan, el sector de la industria en el cual participan, y la etapa de financiamiento de cada contrato, así como el año excepcional (año de mayores rendimientos) y el “Socio General” (General Partner) de cada fondo. Los factores exógenos se definieron como variables obtenidas de otras fuentes, entre las cuales se incluyen el desempeño del mercado público, las tasas de interés, y el crecimiento de Producto Interno Bruto (PIB).

La muestra estudió 71,822 flujos de efectivo individuales, reunidos de 1971 a 2007 y destinados a alguno de 358 fondos. Dentro del portafolio fueron considerados solamente 64 fondos para los cuales todos los flujos de caja habían ocurrido, lo cual significa que el fondo fue liquidado y las distribuciones de efectivo fueron asignadas a los inversionistas. Las medidas de desempeño utilizadas fueron la tasa interna de rendimiento (TIR) y Public Market Equivalent (PME). El 58.69% de todos los contratos fueron clasificados como Inversiones para Adquisición (Buyout Investments), mientras que 41.31% se clasificaron como Capital Emprendedor (Venture Capital). Si se considera el capital invertido, el porcentaje de Inversiones para Adquisición sube a 76.84% y el de Capital Emprendedor a 23.16%. Las proporciones relativas anteriores sugieren que los contratos son más

grandes en la categoría de Adquisiciones que en la de Capital Emprendedor. Los fondos de Capital Emprendedor fueron identificados como aquellos que tenían al menos 80% de sus inversiones en ese tipo de contratos, y los Fondos para Adquisición, como aquellos que tenían al menos 80% de su inversión en transacciones de adquisición de compañías. Con este nuevo ajuste, 50.84% fueron etiquetados como Fondos para Adquisiciones, 17.88% Fondos de Capital Emprendedor y 31.28% cayeron en la categoría de fondos mixtos.

De acuerdo con la distribución de la muestra por región, 57.75% de los fondos se encontraban principalmente en el mercado norteamericano, y 42.25% provenían del mercado de capital privado europeo. Ponderando los datos de acuerdo a su tamaño, los fondos estadounidenses representaron 55.22% y los europeos 44.78%, del total de las inversiones de CP. Los autores citados encontraron que con un mayor porcentaje de contratos de “adquisición” en el portafolio del fondo, se registró un mejor desempeño. Este resultado fue consistente con el hecho de que, en la muestra, el PME promedio y la Tasa Interna de Retorno promedio fueron más grandes para los “Fondos Especializados en Adquisiciones” que para los fondos de Capital Emprendedor. También observaron que la “razón de adquisiciones” tiene un impacto negativo en el porcentaje de pérdida, es decir, cuando un fondo tiene más contratos de “adquisición”, es menor la probabilidad de caer en déficit. Corroborando los resultados reportados por Kaplan y Schoar (2005), Aigner et al., (2008) encontraron que la experiencia de los Socios Generales de un fondo impulsa su desempeño. Además, reportaron evidencia que confirma la influencia positiva del crecimiento del PIB en el desempeño de los fondos, que la duración del fondo tiene también una influencia positiva en sus rendimientos y que el tamaño del fondo tiene una influencia negativa en sus rendimientos. Este último resultado resulta particularmente interesante, pues sugiere que los rendimientos de los fondos decrecen a medida que aumenta su capital invertido (tamaño). De acuerdo con esa evidencia, al menos desde un punto de vista teórico y bajo el criterio de maximización de la rentabilidad, existiría un tamaño óptimo para los fondos, hecho que puede tener implicaciones prácticas para el diseño de estrategias, tanto desde el punto de vista de los administradores de fondos cuanto desde la perspectiva del inversionista.

Aspectos legales y el Gobierno Corporativo de las operaciones de CP/CE

Las etapas necesarias para la formalización de una aportación de capital son diferentes de un país a otro pero, por lo general, son muy semejantes al esquema general que prevalece en los Estados Unidos, el mercado más desarrollado en este segmento. En seguida se presenta una descripción

sintética en la cual se identifican cuatro etapas principales: “*Due Diligence*”, la estructuración de la transacción, “*Due Diligence* externo”, y el “cierre”.

a. ***Due Diligence:*** Consiste en la elaboración de un informe con la intención de identificar todos los problemas que pudieran ser relevantes durante la negociación entre el emprendedor y el fondo de CP. En su fase preliminar, verifica si el plan de negocios de la empresa coincide con los criterios de inversión del fondo. En caso afirmativo, el siguiente paso consiste, precisamente en la elaboración del *due diligence*. Suele durar alrededor de tres meses e involucra un intercambio de información muy intenso con el fondo de CP/CE sobre las finanzas de la compañía, sobre sus accionistas y su plan de negocios. En sentido opuesto también fluye información más detallada del fondo, sus objetivos y estrategias. En esta etapa, el fondo realiza una evaluación con base en la información provista por la empresa, sin llevar a cabo una auditoría más profunda de la documentación de respaldo. En una etapa subsecuente, se lleva a cabo la verificación de toda la información revisada durante el *due diligence*, esta vez por parte de empresas de auditoría externas. Cuanto más precisos logren ser los resultados obtenidos a partir del de *due diligence* interno, más corta y sencilla será la siguiente etapa.

b. ***Estructuración de la transacción:*** Cuando el resultado de la etapa previa es satisfactorio, comienza a negociarse una estructura para la transacción, la cual debe adaptarse a las necesidades financieras de la empresa, a sus perspectivas económicas y de mercado, a los requisitos del fondo, y a cualquier tipo de requisitos regulatorios, cuando así corresponda. Durante esta etapa se negocian el monto de la inversión, la participación accionaria del fondo de capital privado (en función de la valoración otorgada a la empresa), los plazos que durará la inversión y demás condiciones, a satisfacción de ambas partes. El resultado de esta negociación se formaliza en una Carta Oferta, Carta de Intención, Memorando de Entendimiento o “Terms Sheet”. Todos estos documentos son similares, en el sentido de que establecen los parámetros de una potencial inversión/asociación y contienen un compromiso de ambas partes, sujeto al *due diligence* jurídico y contable, etapa siguiente del proceso. Estos documentos suelen incluir también una cláusula de compromiso (exclusividad) de ambas partes de no entrar en negociaciones con la competencia durante, al menos, el tiempo que se estima durará la negociación inicial.

c. ***Due Dilligence Externo:*** Este proceso puede demorar otros dos a tres meses. Entre mayor sea la cantidad y la transparencia de la información aportada por la empresa, más

rápido y sencillo será el proceso. El objetivo es validar a mediante la revisión de documentación fehaciente (facturas, recibos, liquidaciones de sueldos, declaraciones de impuestos, antecedentes comerciales y judiciales, etc.) toda la información y el análisis obtenidos en la etapa previa.

d. Cierre: El paso siguiente es la estructuración final de la inversión con base en los términos y condiciones pre-acordados, así como la elaboración y firma de la documentación correspondiente. Si el resultado de la auditoría arroja diferencias importantes respecto de la información provista, pueden revisarse y ajustarse las condiciones del acuerdo. Este proceso involucra a los asesores jurídicos de ambas partes y puede durar entre treinta y cuarenta y cinco días.

Efecto de las Legislaciones Nacionales

Lerner y Schoar (2005) estudiaron una muestra de 210 países en desarrollo y encontraron que los esquemas de inversión de CP varían según las distintas legislaciones nacionales. En naciones que se clasifican como de “Derecho Común“, los fondos de CP prefieren utilizar acciones preferentes convertibles como vehículo para formalizar la aportación de capital. En las naciones cuya legislación se apoya en la codificación del Derecho Civil, los fondos de CP/CE tienden a utilizar más frecuentemente acciones comunes y deuda como vehículos para las aportaciones de capital. Asimismo, dependen de su participación en el capital para mantener el control del consejo de administración, y así proteger y promover sus intereses.

Según los mismos autores, la estructura legal prevaleciente en el lugar y tiempo donde se lleva a cabo la negociación afecta la resolución de disputas eventuales. Los países que toman más tiempo para resolver las disputas sobre contratos son aquellos menos propensos a confiar en acciones preferentes y más a usar deuda. En los países cuyo sistema legal tiene origen anglosajón, así como aquellos reconocidos como altamente eficientes para la resolución de diferendos, los grupos de capital privado presentan una menor propensión a detentar el control accionario de una empresa. Otro aspecto importante es que las operaciones de CP/CE efectuadas en los países de derecho común son mucho más propensas a incluir protecciones contractuales para los inversionistas que en aquellos cuyos raíces jurídicas responden al modelo francés o al modelo socialista.

La naturaleza de los contratos entre Fondos y Emprendedores

Los contratos que formalizan la aportación de capital realizada por un fondo de CP/CE tienen como propósito distribuir el flujo de efectivo generado por la empresa y los derechos de control entre las partes contratantes. Los principales documentos contractuales que involucra la formalización de la participación de un Fondo en el capital de una empresa son los siguientes:

- **Acuerdo de Confidencialidad:** Ambas partes se comprometen a mantener la información suministrada y las negociaciones en forma confidencial por un período de usualmente de uno a dos años. Los contratos pueden también incluir una cláusula de exclusividad y/o no competencia.
- **Carta de Intención, Memorando de Entendimiento o “Terms Sheet”:** Establece la intención de avanzar en una transacción, los términos y condiciones de la misma, y las condiciones que deben cumplirse para que la transacción se realice. También puede incluir una cláusula de exclusividad y/o “no competencia”.
- **Acuerdo de suscripción de acciones:** Contiene los términos y condiciones de la transacción, las obligaciones del equipo administrativo de la empresa, las representaciones y garantías otorgadas por ambas partes, cláusula de condiciones que motivarían una penalización por incumplimiento e indemnización correspondiente, definición de obligaciones y derechos de los accionistas.
- **Estatutos sociales y licencias:** Si se trata de una inversión en una empresa que aún no ha sido constituida, el asesor legal deberá realizar todas las gestiones necesarias para garantizar la debida constitución de la sociedad y el otorgamiento de las autorizaciones necesarias. En el caso de una empresa existente puede ser necesaria una reforma estatutaria, en donde se estipulen, entre otros, los derechos de los accionistas después de realizada la inversión.
- **Acuerdo de Accionistas:** Complementario a los estatutos de la empresa, este documento rige la relación entre los accionistas y define el gobierno corporativo de la empresa, así como los derechos especiales de compra-venta de acciones. Este contrato se utiliza típicamente en transacciones que involucran simultáneamente a varios fondos y a otros proveedores de capital. Es importante tener en cuenta que los acuerdos entre

accionistas, si bien son muy utilizados, solo tienen una fuerza legal relativa ya que no pueden contravenir la legislación local ni los estatutos corporativos vigentes.

- **Garantías o indemnizaciones:** Respaldan la validez de la información provista por los directores y/o los accionistas y el fondo de capital privado. Si esta información resulta ser inexacta, la parte afectada puede reclamar una indemnización.
- **Contratos laborales y de servicios:** Formalizan las condiciones de empleo para los miembros del equipo gerencial, así como de cualquier otro servicio remunerado prestado por cualquiera de las partes (asesoramiento por parte del fondo de capital privado, o servicios financieros).

Desarrollo del CP/CE en México

Durante los últimos diez años la economía mexicana ha disfrutado de una notable estabilidad macro, resultado de la conducción responsable de las finanzas públicas, de una estricta política monetaria orientada por el objetivo de mantener la inflación controlada, y del control sobre los niveles de endeudamiento externo del país. El gobierno también ha promovido cambios importantes en las políticas de industrialización, principalmente en lo que se refiere a promover la creación de “clusters” industriales, de parques industriales, la construcción de infraestructura y la formación de capital humano.

Adicionalmente, el llamado “bono demográfico”, concepto asociado a la existencia de un potencial de crecimiento económico superior a la media internacional gracias a la elevada participación relativa de la población joven respecto al total y en constante crecimiento, representa un conjunto de oportunidades muy interesantes para impulsar el desarrollo del mercado de bienes de consumo, servicios financieros y telecomunicaciones, entre otras actividades económicas con importantes efectos multiplicadores.

Aún cuando el país ha logrado avanzar en diversos ámbitos (servicios de salud para toda la población, combate a la pobreza extrema, etc.), quedan grandes tareas pendientes. En lo particular, ha sido muy lamentablemente el crónico diferimiento de reformas estructurales urgentes en numerosos ámbitos (político, fiscal, laboral, energético, solo para mencionar las que más lastran la competitividad internacional del país), no se han eliminado diversas expresiones de poder monopólico y oligopólico (comunicaciones, transportes, energéticos, etc.) ni se ha logrado erradicar el fenómeno del corporativismo al servicio de algunos grupos de poder fáctico (sindicatos de maestros, electricistas,

petroleros, etc.). En su mayoría, los cambios necesarios se han visto frenados por pugnas partidistas que han distanciado las actividades del Congreso de la Unión de su misión más importante, la de legislar para promover una mejoría de las condiciones de vida de la población y la competitividad del país y, por el contrario, lo han convertido en un lamentable espectáculo de falta de congruencia y seriedad con sus altos compromisos. A dicho gravoso lastre se han sumado épocas de excesiva turbulencia en los mercados financieros entre 2007 y 2009.

Pero, no obstante la incapacidad evidente de la clase política para enfrentar sus responsabilidades y las adversas condiciones provocadas por la crisis financiera, el país mantiene su atractivo como un mercado que ofrece oportunidades interesantes a los fondos de capital privado y actualmente ha ingresado a la lista de países con mayor captación de inversiones de capital privado a nivel mundial. Según la Asociación Latinoamericana de Capital Privado (VELA) y la Asociación Mexicana de Capital Privado (AMEXCAP), entre 1995 y 2006 Latinoamérica recibió apenas 1% de la inversión de capital privado en el mundo y México recibió solamente el 12% de ese subtotal. Tal participación es menor a la que sería dable esperar si se toma en cuenta que durante el periodo de referencia México generó aproximadamente el 37% del PIB de América Latina (Charvel 2007).

Los Fondos extranjeros que llegan a México buscan características particulares en las empresas en las cuales invierten. Por ejemplo, la AMEXCAP detectó que los Fondos extranjeros buscan invertir en empresas que se encuentran en la última etapa de su desarrollo (alrededor del 70% del negocio construido). La explicación más probable es que la inversión en empresas ya constituidas facilita el proceso y evita ciertos problemas que entorpecen el objetivo final de un fondo de CP. Nuevamente, de acuerdo con la AMEXCAP, otra de las características buscadas por los fondos de inversión en México es el tamaño. En particular, las empresas medianas (ingresos de al menos \$10M USD) enfocadas a la producción y comercialización de bienes consumo y a la prestación de servicios para un mercado de ingresos en el rango medio-alto, son un mercado meta claramente identificado por los fondos.

Entre los principales jugadores del mercado de CP en México en los últimos años se destacan los fondos extranjeros BBVA, Zephyr, Nexxus y Protego. Entre los nacionales más importantes se incluyen el Fondo MIF, el fondo Nafta y asociaciones como AMEXCAP. Otros fondos de inversión que han puesto su mira en el mercado mexicano son GE Capital, Scotia Capital, AIG y Southern Cross.

Las relaciones contractuales entre inversionistas y empresas, así como las regulaciones y la protección legal juegan un rol de la mayor importancia pues, entre mejor estén protegidas ambas partes, será de esperarse un mayor flujo de recursos provenientes de los Fondos internacionales. No obstante, es deseable identificar, analizar y entender con mayor objetividad aquellas variables internas que favorecen la inversión de CP en México, tanto desde la perspectiva de los Fondos en búsqueda de oportunidades atractivas para invertir, como desde el punto de vista de las políticas públicas que es necesario promover con base en un cada vez mejor conocimiento del fenómeno.

La mayor parte de los fondos de inversión en México tiene poco o nulo apalancamiento, hecho que reduce el rendimiento y tiene un impacto negativo en el crecimiento de la inversión de capital privado. La falta de apalancamiento podría ser consecuencia de la falta de acceso a financiamiento o del alto costo de la deuda en el mercado mexicano. Charvel (2007), por ejemplo, compara las estrategias de los 17 mejores fondos de inversión y su desempeño en México, identificados con base en el criterio de que son los que han mantenido un mejor desempeño en cuanto a rentabilidad y posicionamiento dentro de la industria de las inversiones en México, y concluye que las mejores inversiones tienen lugar en compañías que se encuentran en un estado avanzado en su proceso de crecimiento. Esto podría justificarse porque su madurez les permite el acceso a un mejor esquema de financiamiento y a fondos de capital con estrategias sólidas, y el resultado final es una rentabilidad superior.

Entre los factores que tienen gran influencia para atraer nuevos fondos de inversión, la regulación y protección de las partes contractuales es fundamental. El nivel de confianza en la protección jurídica que se otorga a las partes tiene un impacto directo en el crecimiento y atracción de nuevos fondos. Durante los últimos años, en México se ha trabajado consistentemente por mejorar el ambiente legal para las inversiones de CP. Algunas de las reformas más recientes al marco legal que regula los contratos y operación de fondo de CP incluyen:

- La nueva Ley del Mercado de Valores (LMV), que crea nuevas formas de asociación como, por ejemplo, la Sociedad Anónima Promotora de Inversión (SAPI). Las SAPIs establecen reglas y mecanismos de gobierno corporativo gracias a las cuales se facilita la institucionalización de las prácticas administrativas, se logra mayor transparencia y, por ende, mayor confianza de parte de los inversionistas.

- Mejoras en el marco legal para fortalecer el respeto de los derechos de los accionistas minoritarios como, por ejemplo, la nueva Ley de Bancarrota.
- Nuevas regulaciones para las compañías de seguros, ahora en posibilidad de participar en la industria de CP como inversionistas.
- Nuevas reglas para las Administradoras de Fondos para el Retiro (AFORES), gracias a las cuáles ahora ya están en posibilidad de invertir en proyectos de carácter privado. Las AFORES tienen un potencial de inversión importante, pues controlan la mayor parte de los fondos de pensiones y ahorro de los mexicanos (en exceso de los \$100 mil millones de dólares en noviembre de 2010 ⁴).

Gracias a los elementos de transparencia y supervisión introducidos por las reformas mencionadas, han mejorado los rendimientos de los ahorros para pensiones y se ha logrado diversificar el riesgo de las inversiones.

Oportunidades de inversión para los fondos de CP/CE en México

Durante los últimos años las empresas dedicadas al desarrollo de nuevas tecnologías, software y servicios diversos (consultoría, desarrollo inmobiliario, etc.) se han vuelto un destino popular para las inversiones de los Fondos de CP/CE en México. Una de las mayores oportunidades deriva de la disposición cada vez más generalizada de las empresas familiares a profesionalizarse administrativamente, a medida que se dan relevos generacionales y los nuevos administradores cuentan con una mejor educación en la materia. Este fenómeno abre nuevas oportunidades para explorar nuevos mercados y aumentar su participación en los actuales. En el proceso de modernización de los sectores mencionados, los Fondos de CP/CE pueden aportar no solamente capital, sino también orientación, experiencia y relaciones de negocios. Tal combinación virtuosa debe conducir a una más rápida consolidación de los negocios y a la generación de rendimientos interesantes para los agentes económicos involucrados.

La mejora en las condiciones para la operación de los Fondos en México comienza a mostrar resultados interesantes en materia de CP. No obstante, la participación del CE es realmente muy pequeña en el país. Lerner (2010), calculó la proporción que representó la inversión en CE para una lista de 26 países y reportó que para el año 2007 México invirtió apenas un 0.0003% de su PIB en ese rubro, un nivel extremadamente reducido cuando se compara con, por ejemplo, Estados Unidos (0.22%), o Israel (0.42%, el más alto de la muestra). Se requiere cambiar la actitud de las empresas y

de los empresarios en lo que se refiere a dar mayor importancia a la investigación y desarrollo en el país, factor clave para promover el CE.

La soberanía política, tema muy trillado por la clase política mexicana, no tiene sentido práctico a menos que se logre la soberanía económica. La excesiva dependencia del país respecto a las exportaciones de petróleo y otras materias primas, manufacturas con poco valor agregado y la maquila no serán capaces de crear las condiciones que se necesitan para absorber a la población que se incorpora año con año a la fuerza de trabajo. Lerner (2010), por ejemplo, utiliza el parámetro de la inversión realizada en investigación y desarrollo entre países de la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico (OCDE), para sugerir el potencial de desarrollo económico asociado a la innovación y la creación de nuevas empresas. Esa segunda medición sugiere que el nivel existente en México es bastante modesto comparado con lo observado en otros países de la OCDE.

Aún cuando se han desarrollado numerosos programas para promover la investigación, el desarrollo y el registro de patentes, los resultados no son suficientes. Los incentivos ofrecidos por el Gobierno Federal para promover la creación de “clubs de inversionistas”, incubadoras de empresas, aceleradoras de empresas y otros esquemas institucionales han resultado una novedad muy atractiva para los inversionistas y empresarios, pero su peso específico aún dista de ser suficiente.

La formación de recursos humanos con capacidad para realizar proyectos de investigación fundamental y aplicada es una de las áreas en las cuales la desventaja es menor que en otros vectores. Lerner (2010) reporta que el número de investigadores en el país es comparable al observado en otros países con un mayor desarrollo económico, hecho que se considera como un punto favorable desde la perspectiva de los Fondos internacionales a la búsqueda de condiciones adecuadas para realizar inversiones, pero también debe resultar un factor favorable para incentivar la creación de Fondos de CE nacionales.

Conclusiones

Los Fondos de CP/CE se ven afectados por diferentes variables del entorno en el que se desarrollan. Algunas se pertenecen al ámbito externo y otras son de carácter interno, propias del Fondo. Diversos estudios, principalmente realizados en los Estados Unidos, pero también en muchos otros países tanto desarrollados como emergentes (Francia, Alemania, Gran Bretaña, Israel, Chile, Argentina, Brasil, etc.) nos han permitido conceptualizar la manera como las variables mencionadas afectan el desempeño de los Fondos, tanto desde una perspectiva de rentabilidad cuanto desde el punto

de vista de la innovación y de la competitividad de la economía. Gracias a ellos, comprendemos mejor los canales a través de los cuales operan dichas variables y podemos apoyar el diseño de estrategias y políticas públicas para promover el crecimiento de los Fondos, cosechando los efectos favorables que los acompañan. Pero también, el creciente cuerpo de conocimiento en materia del funcionamiento de las nuevas empresas y la dinámica de las industrias de vanguardia en la economía mundial posibilita una vinculación más estrecha entre los inversionistas y las oportunidades de mercado, tanto en el ámbito doméstico cuanto en el internacional.

Al identificar y cuantificar variables que inciden sobre sus resultados operativos como, por ejemplo, aquellas que son representativas del comportamiento del mercado, de las características económicas de la región en la que opera y/o el sector económico en el que se ha especializado, los fondos estarán en una mejor posición para reducir los niveles de incertidumbre que caracterizan a sus inversiones. De ahí la importancia de continuar explorando la naturaleza de los fondos de CP/CE en México, su distribución geográfica, sus mejores prácticas, sus requerimientos inmediatos, tanto de naturaleza normativa como de infraestructura, recursos humanos, etc.

El crecimiento económico potencial de México para los próximos años ofrece un gran atractivo para los fondos de CP/CE. La vasta mayoría de las inversiones realizadas en México por los fondos se enfocan actualmente a empresas ya desarrolladas, o en etapas avanzadas de su evolución. No obstante, existen espacios suficientes para que se constituyan nuevos fondos, cuyo propósito sea apoyar a empresas en sus etapas más tempranas.

El “emprendedurismo” es un motivo más para concentrar los esfuerzos en la creación de las condiciones necesarias para el crecimiento y consolidación de los fondos de CP/CE. La forma de impulsar el desarrollo económico y elevar los niveles de vida de la población requiere acometer en forma simultánea problemáticas muy diversas en muchos frentes, por lo tanto, la educación de jóvenes emprendedores no alcanzaría los resultados deseados si no va acompañada de mecanismos de financiamiento apropiados para apoyar sus esfuerzos en materia de innovación.

Es, por lo tanto, esencial fortalecer la formación profesional y tecnológica de los recursos humanos para detonar el surgimiento de nuevas ramas industriales, capaces de producir bienes y servicios con niveles más altos de valor agregado y de generar empleos permanentes bien remunerados, y resulta impostergable efectuar los cambios necesarios al marco jurídico del país para facilitar y garantizar las inversiones en nuevas empresas y proyectos.

Los fondos de CE/CP ofrecen la posibilidad de actuar como agentes dinamizadores y catalizadores de todo el proceso. El financiamiento y la experiencia que pueden aportar pueden abreviar los tiempos para el surgimiento de nuevas actividades empleadoras y generadoras de valor. Por todas esas razones, los fondos de CP/CE deben alcanzar la más alta prioridad en las políticas públicas que deberán apuntalar su crecimiento.

BIBLIOGRAFÍA

Aigner, P., Albrecht, S., Beyschlag, G., Friederich, T., Kalepky, M., & Zagst, R. (2008, Fall). What drives PE? Analyses of success factors for private equity funds. *The Journal of Private Equity* , 63-85.

AMEXCAP. (2009). *Asociados*. Noviembre 18, 2009, <http://www.amexcap.com/index.php?id=46>

Avery, H. (2008). European investors turn to LatAm private Equity. *Euromoney* , 39 (467).

Barry, C. B., Muscarella, C. J., Peavy III, J. W., & Vetuypens, M. R. (1990). The Role of Venture Capital in the Creation of Public Companies: Evidence from the Going Public Process. *Journal of Financial Economics* (27), 447-471.

Botazzi, L., Hellmann, T., & Rin, M. d. (2007). Who are the active investors?: Evidence from venture capital. *Journal of Financial Economics* , 89 (3), 488-512.

Charvel, R. (2007). A Comprehensive Look at the Private Equity Industry in Mexico. *The Journal of Private Equity* , 42-53.

Cheesman, D. (2002). Nothing Venture... *IEE Review* , 21-25.

Dessí, R. (2005). Start-Up Finance, Monitoring, and Collusion. *The Rand Journal of Economics Summer* , 255-274.

Gompers, P. (1996). Grandstanding in the Venture Capital Industry. *Journal of Financial Economics* , 42 (1), 133-156.

Gompers, P., & Lerner, J. (1999). *The Venture Capital Cycle*. Cambridge: MIT Press.

Gompers, P., & Lerner, J. (2001). The Venture Capital Revolution. *The Journal of Economic Perspectives* , 15 (2), 145-168.

- Góngora-Caamal, C. A., & Díaz de León, E. (2003). Preliminary Study of the Situation of Venture Capital Investments on New Technology-Based Ventures in Mexico. *Proceeding of the 7th International Conference on Technology Policy and Innovations*.
- Gorman, M., & Sahlman, W. A. (1989). What do Venture Capitalists do? *Journal of Business Venturing* , 4 (4), 231-248.
- Gottschalg, O., & Phalippou, L. (2006). The Performance of Private Equity Funds. (H. Paris, Ed.) *Les Cahiers de Recherche* (852).
- Hellman, T., & Puri, M. (2000). The Interaction Between Product Market and Financing Strategy: The Role of Venture Capital. *The Review of Financial Studies* , 13 (4), 959-984.
- Hsu, D. H. (2004). What do entrepreneurs pay for Venture Capital affiliation? *Journal of Finance* .
- Kaplan, S., & Schoar, A. (2005). Private Equity Performance: Returns, Persistence and Capital Flows. *The Journal of Finance* , 60, 1791-1823.
- Kaplan, S., Martel, F., & Stromberg, P. (2003). *How Do Legal Differences and Learning Affect Financial Contracts?* Cambridge, Massachussets: National Bureau of Economic Research.
- Lerner, J. (2010). *Mexico Venture Capital Review*. Monterrey, Nuevo León: Harvard Business School.
- Lerner, J. (1995). Venture Capitalists and the Oversight of Private Firms. *Journal of Finance* , 1 (1), 301-318.
- Lerner, J., & Schoar, A. (2005). Does Legal Enforcement Affect Financial Transactions? The Contractual Channel in Private Equity. *The Quarterly Journal of Economics* , 120 (1), 223-246.
- Macmillan, I. C., Kulow, D. M., & Khoylian, R. (1989). Venture Capitalists' Involvement in their Investments: Extent and Performance. *Journal of Business Venturing* , 4 (1), 27-47.
- Megginson, W., & Weiss, K. (1991). Venture Capital Certification in Initial Public Offerings. *The Journal of Finance* , 46 (3), 879-904.
- National Venture Capital Asociation. (n.d.). *NVCA*. Retrieved March 5, 2010, from National Venture Capital Asociation: <http://www.nvca.org>

National Venture Capital Association. (2009). *Venture Impact: The Economic Importance of Venture Capital-Backed Companies to the US Economy*. Retrieved Noviembre 17, 2009, from NVCA: <http://www.nvca.org/>

Phalippoum, L., & Gottschalg, O. (2006). The Performance of Private Equity Funds. *Les Cahiers de Recherche*.

Rock, A. (November-December de 1987). Strategy vs. Tactics from a Venture Capitalist. *Harvard Business Review*, 63-67.

Sorenson, O., & Stuart, T. E. (2001). Syndication Networks and the Spatial Distribution of Venture Capital Investments. *American Journal of Sociology*, 106 (6), 1546-88.

Stuart, T. E., Hoang, H., & Hybels, R. C. (1999). Interorganizational Endorsements and the Performance of Entrepreneurial Ventures. *Administrative Science Quarterly*, 44.

Thomson Financial. (2007). *Thomson Financial*. Retrieved May 23, 2008, from Thomson Financial: <http://www.thomson.com/solutions/financial/>

Timmons, J. (1999). *New Venture Creation: Entrepreneurship for the 21st Century* (5th ed.). McGraw Hill.

Winton, A., & Yerramilli, V. (2008). Entrepreneurial finance: Banks versus venture capital. *Journal of Financial Economics*, 88, 51-79.

Zider, B. (1998). How Venture Capital Works. *Harvard Business Review*, 131-139.

Notas:

¹ Capital Emprendedor es la traducción al castellano más frecuente de "Venture Capital".

² Capital Privado es la traducción al castellano de "Private Equity".

³ La "privatización" de Chrysler Corporation, al retirar sus acciones del Mercado de Valores en el año 2008, como una medida con la intención de aminorar las graves presiones enfrentadas por la administración de esa empresa por parte de los accionistas durante los cruentos episodios de la crisis financiera 2007-2009, representa un ejemplo extraordinario por su tamaño, pero típico por su naturaleza, de las operaciones realizadas por los fondos de CP.

⁴ Dato publicado por la Comisión Nacional del Sistema de Ahorro para el Retiro (CONSAR), consultado el 22 de diciembre de 2010 en la dirección electrónica http://www.consar.gob.mx/panorama_sar/recursos_administrados.shtml.